

Η ΑΡΧΙΚΗ ΚΑΙ Η ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ¹

Θεοφανούδη Τριάδα
Στογιαννίδου Ξανθούλα

Νταμάρη Παρασκευή
Λιβάνης Ευστράτιος²

Εισαγωγή³

Ένα από τα ζητήματα που έχει αποτελέσει αντικείμενο ποικίλων ερευνών και συζητήσεων τόσο για την επιστημονική κοινότητα όσο και για τους συμμετέχοντες στην αγορά είναι αυτό το δημόσιων εγγραφών. Στη διεθνή βιβλιογραφία αναφέρεται το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των δημόσιων εγγραφών (Ritter (1984), (1991) και (2003), Lee *et al.* (1996b), Kunz και Aggarwal (1994), Krishnamurti και Kumar (1999), Levis (1993)) κατά τις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης γεγονός που καθιστά την αγορά νέων μετοχών από τους επενδυτές ιδιαίτερα θελκτική. Ωστόσο στις σχετικές μελέτες για το αν οι αποδόσεις διατηρούνται θετικές για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα (μέχρι 36 μήνες) δεν παρουσιάζεται ταύτιση των αποτελεσμάτων τους. Στον πίνακα 1 παρουσιάζονται οι μέσες αρχικές αποδόσεις των μετοχών των νεοεισαγόμενων εταιριών, όπως αυτές έχουν καταγραφεί σε 38 χώρες σε όλον τον κόσμο.

Όσον αφορά την αγορά δημόσιων εγγραφών του ελληνικού χρηματιστηρίου σχετικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί (Tyligada (1994), Kazantzis και Levis (1995), Παπαϊωάννου και Τραυλός (1995), Παπαματθαίου (1996), Τραυλός, Παπαϊωάννου, Φίλιππας και Safieddine (1997), Νούνης (2000), Γεωργιάδης (2003)) συγκλίνουν στο ότι οι τιμές των μετοχών των νεοεισαγόμενων εταιριών παρουσιάζουν θετική απόδοση (απλή και σχετική) κατά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσής τους. Ωστόσο, η πλειοψηφία των προαναφερθέντων μελετών για την ελληνική αγορά καταλήγει στο ότι η μακροχρόνια απόδοσή τους (μέχρι και 36 μήνες) δεν ακολουθεί την ίδια κατεύθυνση με την αρχική τους απόδοση. Πιο συγκεκριμένα αναφέρεται ότι οι μακροχρόνιες αποδόσεις ακολουθούν πτωτική πορεία, εμφανίζοντας ακόμη και αρνητική απόδοση.

¹ Το παρόν άρθρο αποτελεί μέρος εργασίας που εκπονήθηκε στα πλαίσια του μαθήματος Χρηματοοικονομική Διοίκηση ΙΙ, στο Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας. Ολόκληρη η εργασία παρουσιάστηκε και βραβεύτηκε ως η καλύτερη στην ενότητα των μεταπτυχιακών φοιτητών και υποψήφιων διδασκτόρων, στο 4th International Conference “NEW HORIZONS IN INDUSTRY, BUSINESS AND EDUCATION (NHIBE 2005)”, 25 - 26 August 2005, Corfu, Greece. Το άρθρο έχει επίσης δημοσιευτεί στο περιοδικό ‘ΧΡΗΜΑ’ στο τεύχος Σεπτεμβρίου 2005.

² Ο Λιβάνης Ευστράτιος είναι Οικονομολόγος και Υποψήφιος Διδάκτωρ στο Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, ενώ οι Θεοφανούδη Τριάδα, Νταμάρη Παρασκευή και Στογιαννίδου Ξανθούλα, σπουδάζουν στο Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

³ Εκφράζουμε τις ευχαριστίες μας στον Καθηγητή Χρηματοοικονομικής του Τμήματος Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας κ. Ιωάννη Λαζαρίδη για όλη τη βοήθεια που μας παρείχε.

Μεθοδολογία και Δεδομένα

Κατά την περίοδο 1995 – 2003, πραγματοποιήθηκαν 222 νέες εισαγωγές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (πίνακας 2). Στα πλαίσια της έρευνάς μας χωρίσαμε αυτή την περίοδο σε δύο υποπεριόδους: 1995 – 1999 και 2000 – 2003. Ο διαχωρισμός αυτός πραγματοποιήθηκε προκειμένου να διερευνήσουμε αν και κατά πόσο το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των δημόσιων εγγραφών που αναφέρεται στη διεθνή και ελληνική βιβλιογραφία επηρεάστηκε από τις ιδιαίτερες συνθήκες που επικράτησαν στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά κατά το έτος 1999.

ΧΩΡΑ	ΣΥΓΓΡΑΦΕΙΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ	ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΜΕΣΗ ΑΡΧΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	Lee, Taylor & Walter; Woo	381	1976-1995	12.1%
ΑΥΣΤΡΙΑ	Aussenegg	83	1984-2002	6.3%
ΒΕΛΓΙΟ	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart	86	1984-1999	14.6%
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1979-1990	78.5%
ΚΑΝΑΔΑΣ	Jog & Riding; Jog & Srivastava Kryzanowski & Rakita	500	1971-1999	6.3%
ΧΙΑΗ	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana	55	1982-1997	8.8%
ΚΙΝΑ	Datar & Mao; Gu and Qin (A shares)	432	1990-2000	256.9%
ΔΑΝΙΑ	Jakobsen & Sorensen	117	1984-1998	5.4%
ΦΙΝΛΑΝΔΙΑ	Keloharju; Westerholm	99	1984-1997	10.1%
ΓΑΛΛΙΑ	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka Paliard & Belletante; Derrien & Womack Chahine	571	1983-2000	11.6%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	Ljungqvist	407	1978-1999	27.7%
ΕΛΛΑΔΑ	Kazantzis & Thomas; Nounis	338	1987-2002	49.0%
ΧΟΝΓΚ-ΚΟΝΓΚ	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu	857	1980-2001	17.3%
ΙΝΔΙΑ	Krishnamurti & Kumar	98	1992-1993	35.3%
ΙΝΔΟΝΗΣΙΑ	Hanafi; Ljungqvist & Yu	237	1989-2001	19.7%
ΙΣΡΑΗΛ	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser	285	1990-1994	12.1%
ΙΤΑΛΙΑ	Arosio, Giudici & Paleari Cassia, Paleari & Redondi	181	1985-2001	21.7%
ΙΑΠΩΝΙΑ	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway	1,689	1970-2001	28.4%
ΚΟΡΕΑ	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo	477	1980-1996	74.3%
ΜΑΛΑΙΣΙΑ	Isa; Isa & Yong	401	1980-1998	104.1%
ΜΕΞΙΚΟ	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987-1990	33.0%
ΟΛΛΑΝΔΙΑ	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs Jenkinson, Ljungqvist, & Wilhelm	143	1982-1999	10.2%
ΝΕΑ ΖΗΛΑΝΔΙΑ	Vos & Cheung; Camp & Munro	201	1979-1999	23.0%
ΝΙΓΗΡΙΑ	Ikoku	63	1989-1993	19.1%
ΝΟΡΒΗΓΙΑ	Emilsen, Pedersen & Sættem	68	1984-1996	12.5%
ΦΙΛΙΠΠΙΝΕΣ	Sullivan & Unite	104	1987-1997	22.7%
ΠΟΛΩΝΙΑ	Jelic & Briston	140	1991-1998	27.4%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	Almeida & Duque	21	1992-1998	10.6%
ΣΙΓΚΑΠΟΥΡΗ	Lee, Taylor & Walter; Dawson	441	1973-2001	29.6%
ΝΟΤΙΟΣ ΑΦΡΙΚΗ	Page & Reyneke	118	1980-1991	32.7%
ΙΣΠΑΝΙΑ	Ansotegui & Fabregat	99	1986-1998	10.7%
ΣΟΥΗΔΙΑ	Rydqvist; Schuster	332	1980-1998	30.5%
ΕΛΒΕΤΙΑ	Drobetz, Kammermann & Walchli	120	1983-2000	34.9%
ΤΑΙΒΑΝ	Lin & Sheu; Liaw, Liu & Wei	293	1986-1998	31.1%
ΤΑΙΛΑΝΔΗ	Wethayavorn & Koo-smith Lonkani & Tirapat	292	1987-1997	46.7%
ΤΟΥΡΚΙΑ	Kiyamaz	163	1990-1996	13.1%
ΗΝ. ΒΑΣΙΛΕΙΟ	Dimson; Levis; Ljungqvist	3,122	1959-2001	17.4%
Η.Π.Α	Ibbotson, Sindelar & Ritter	14,978	1960-2003	18.3%

Πίνακας 1: Μέσες αρχικές αποδόσεις 38 χωρών (Πηγή: Ritter, J. R., “Differences between European and American IPO Markets, European Financial Management, Vol. 9, No. 4, December 2003, pp. 421 – 434)

Συγκεκριμένα ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. κατά το 1999 κατέγραψε τα υψηλότερα ιστορικά επίπεδα τιμών του, ωστόσο στη συνέχεια ακολούθησε μία έντονα φθίνουσα πορεία. Παράλληλα, το 1999 ήταν μια από τις χρονιές που παρατηρήθηκε μαζική

προσέλευση επενδυτών στο Χ.Α.Α. Από τις 222 εταιρίες εξαιρέθηκε μία λόγω ελλιπών δεδομένων με αποτέλεσμα το δείγμα μας για την εξέταση της απόδοσης των νεοεισηγμένων μετοχών κατά τις 3 πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης να καλύπτει το 99,55% του συνόλου. Εξετάζουμε την απόδοση κατά τις 3 πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης, λόγω του ειδικού θεσμικού πλαισίου ορίου διακύμανσης των τιμών των δημοσίων εγγραφών που ισχύει κατά την περίοδο αυτή.

Έτη	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Σύνολο
Νέες Εισαγωγές	20	20	12	23	37	53	21	21	15	222

Πίνακας 2: Νέες εισαγωγές στο Χ.Α.Α. κατά τα έτη 1995 – 2003

Η συνολική απόδοση της μετοχής i στην περίοδο t δίνεται από την εξίσωση (1), όπου $P_{i,t}$ είναι η τιμή της μετοχής i στον χρόνο t και $P_{i,0}$ είναι η τιμή διάθεσης.

$$R_{it} = P_{it}/P_{i0} - 1 \quad (1)$$

Η απόδοση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α. για την ίδια χρονική περίοδο δίνεται από την εξίσωση (2), όπου η τιμή του Γενικού Δείκτη στον χρόνο t συμβολίζεται με $P_{m,t}$ και η τιμή του Γενικού Δείκτη την ημέρα πριν την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης συμβολίζεται με $P_{m,0}$.

$$R_{m,t} = P_{m,t}/P_{m,0} - 1 \quad (2)$$

Για κάθε νέα εισαγωγή υπολογίσαμε δύο μετρικές απόδοσης:

Απόδοση κατά τις τρεις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης (αρχική απόδοση): Ενώ η αρχική απλή απόδοση για κάθε μετοχή ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της τιμής κλεισίματος την τρίτη ημέρα διαπραγμάτευσης και της τιμής διάθεσης της μετοχής, η αρχική σχετική απόδοση ορίζεται ως η διαφορά της αρχικής απλής απόδοσης και της απόδοσης του Γενικού Δείκτη για την ίδια χρονική περίοδο.

$$AR_i = R_i - R_m \quad (3)$$

Μακροχρόνια απλή απόδοση: Η μακροχρόνια απλή απόδοση κάθε μετοχής κατά τη διάρκεια 36 μηνών. Σύμφωνα με τον Ritter (1991) η περίοδος αρχικής απόδοσης ορίζεται ως ο μήνας 0, και η μακροχρόνια περίοδος περιλαμβάνει 36 μήνες, όπου ο κάθε μήνας ορίζεται ως οι διαδοχικές 21 ημέρες διαπραγμάτευσης σε σχέση με την αρχική ημέρα διαπραγμάτευσης. Συγκεκριμένα, ο πρώτος μήνας αποτελείται από την 2 ημέρα διαπραγμάτευσης ως την 22, ο δεύτερος μήνας από την 23 – 43 κ.ο.κ. Για τις δημόσιες εγγραφές στις οποίες η περίοδος αρχικής απόδοσης είναι μεγαλύτερη της μιας ημέρας, ο πρώτος μήνας μεταβάλλεται ανάλογα.

Αποτελέσματα ανάλυσης αρχικής απόδοσης

Στον πίνακα 3 παρουσιάζονται οι αρχικές απλές και σχετικές αποδόσεις για τις δυο υπό εξέταση περιόδους. Ειδικότερα, για την περίοδο 1995 – 1999 το ποσοστό υποτιμολόγησης των μετοχών των νεοεισαγόμενων εταιριών υπολογίστηκε με βάση τον τύπο της απλής απόδοσης ότι ήταν 106,80 % ενώ με βάση τον τύπο της σχετικής απόδοσης 106,10%. Για την περίοδο 2000 – 2003 παρατηρείται και πάλι το φαινόμενο της υποτιμολόγησης αλλά με μικρότερη ένταση. Η απλή απόδοση εκτιμήθηκε 39,00% ενώ η σχετική 39,93%. Και για τις δύο περιόδους που εξετάσαμε οι αποδόσεις αυτές βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές⁴. Αξιοσημείωτο επίσης είναι ότι το ποσοστό των δημόσιων εγγραφών με αρνητική απόδοση για την περίοδο 2000 – 2003 είναι σημαντικά μεγαλύτερο σε σχέση με αυτό της περιόδου 1995 – 1999. Τα στοιχεία αυτά καταδεικνύουν μια μεταβολή στις αποδόσεις των νεοεισαγόμενων μετοχών ως αποτέλεσμα της γενικής πορείας της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς από το 1999 και μετά, αλλά και της γενικής απαξίωσης από μέρους των επενδυτών για το Χ.Α.Α.

	1995 – 1999	2000 – 2003
	n = 111	n = 110
Απλές Αποδόσεις	106,80%	39,00%
t-statistic	7.09	4,90
Σχετικές Αποδόσεις	106,10%	39,93%
t-statistic	7.06	4,99
Ελάχιστη Απλή Απόδοση	-58,71%	-38,75%
Μέγιστη Απλή Απόδοση	688,03%	417,24%
Ποσοστό Δημόσιων Εγγραφών με Αρνητική Απλή Απόδοση	12,61%	34,55%
Ελάχιστη Σχετική Απόδοση	-58,74%	-37,27%
Μέγιστη Σχετική Απόδοση	688,03%	415,63%
Ποσοστό Δημόσιων Εγγραφών με Αρνητική Σχετική Απόδοση	12,61%	38,18%

Πίνακας 3: Απόδοση κατά τις 3 πρώτες μέρες διαπραγμάτευσης των μετοχών στο ΧΑΑ

Αποτελέσματα μακροχρόνιας ανάλυσης

Ο πίνακας 4 παρουσιάζει τις μέσες και αθροιστικές απλές αποδόσεις των νεοεισαγόμενων μετοχών μέχρι και 36 μήνες από την εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α. Για την περίοδο 1995-1999 παρατηρούμε ότι όλες οι αθροιστικές απλές αποδόσεις είναι θετικές και χαρακτηρίζονται από μία αύξουσα πορεία. Αντίθετα για την περίοδο 2000 – 2003 σχεδόν όλες οι αποδόσεις είναι αρνητικές και μάλιστα το αρνητικό αυτό ποσοστό αυξάνει διαχρονικά. Με βάση τα στοιχεία αυτά διαπιστώνουμε ότι είναι δύσκολη η εξαγωγή συγκεκριμένου συμπεράσματος για τη γενική τάση των δημόσιων εγγραφών στην Ελλάδα μακροχρόνια. Μάλιστα αν κοιτάξουμε το πώς διαμορφώνονται οι μακροχρόνιες μέσες αποδόσεις για ολόκληρη την περίοδο 1995 – 2003 (πίνακας 5) παρατηρούμε ότι οι θετικές αποδόσεις των εταιριών που εισήχθησαν πριν το 2000 αντισταθμίζουν τις αρνητικές αποδόσεις των εισηγμένων

⁴ Για τον υπολογισμό του t – statistic ο αναγνώστης μπορεί να ανατρέξει στην εργασία του Ritter (1991).

εταιριών μετά το 2000. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να δίνεται η εικόνα ότι μακροχρόνια η συμμετοχή σε δημόσιες εγγραφές αποφέρει αποκλειστικά κέρδη.

ΜΗΝΑΣ	1995 - 1999			2000 - 2003		
	ΜΗΝΙΑΙΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ	ΜΗΝΙΑΙΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ
1	11.88%	11.88%	106	1.70%	1.70%	110
2	5.13%	16.95%	106	-0.76%	0.84%	110
3	6.63%	28.80%	106	-0.20%	1.67%	110
4	4.66%	38.68%	106	0.74%	2.89%	110
5	5.65%	48.03%	106	-2.84%	1.34%	110
6	4.42%	50.79%	106	-4.16%	-3.09%	110
7	0.34%	52.94%	106	2.32%	-3.43%	110
8	2.63%	65.91%	106	-2.49%	-5.00%	110
9	6.94%	82.39%	106	-2.39%	-6.92%	110
10	2.00%	96.89%	106	-0.06%	-5.91%	108
11	3.77%	105.15%	106	-1.72%	-8.77%	108
12	-0.68%	101.24%	106	1.46%	-10.30%	105
13	2.26%	111.72%	106	-1.69%	-10.73%	102
14	1.16%	111.50%	106	-2.72%	-15.44%	101
15	2.70%	111.62%	106	-1.59%	-18.49%	98
16	-1.96%	103.81%	106	-0.03%	-19.09%	98
17	2.07%	116.94%	106	-4.09%	-24.35%	95
18	2.66%	125.55%	105	-0.03%	-26.04%	94
19	-0.28%	129.93%	105	1.75%	-26.18%	93
20	1.29%	134.96%	105	-3.47%	-31.28%	91
21	0.31%	146.32%	104	-1.48%	-33.04%	91
22	1.04%	152.96%	104	-0.86%	-35.84%	90
23	5.86%	156.14%	104	-2.71%	-38.56%	89
24	1.92%	154.93%	104	-0.18%	-38.83%	86
25	0.50%	148.91%	103	-1.95%	-40.24%	84
26	4.53%	165.97%	102	-4.59%	-41.44%	82
27	-2.69%	162.25%	102	-2.12%	-42.94%	81
28	3.62%	183.54%	102	-0.78%	-43.43%	79
29	1.13%	361.06%	102	-6.59%	-45.21%	77
30	-1.46%	193.47%	101	1.75%	-45.76%	75
31	3.34%	219.71%	101	-0.96%	-48.45%	68
32	6.01%	266.27%	101	1.52%	-50.90%	66
33	-1.53%	278.88%	101	-0.51%	-50.96%	65
34	4.01%	268.48%	101	0.84%	-52.94%	63
35	6.12%	287.25%	101	3.23%	-52.02%	62
36	-0.79%	279.78%	101	3.09%	-52.25%	61

Πίνακας 4: Μέσες μηνιαίες απλές και αθροιστικές αποδόσεις για 36 μήνες

1995 - 2003			
ΜΗΝΑΣ	ΜΗΝΙΑΙΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ
1	6.70%	6.70%	216
2	2.13%	8.75%	216
3	3.15%	14.99%	216
4	2.66%	20.45%	216
5	1.33%	24.25%	216
6	0.05%	23.35%	216
7	1.35%	24.23%	216
8	0.03%	29.80%	216
9	2.19%	36.91%	216
10	0.96%	45.01%	214
11	1.00%	47.66%	214
12	0.38%	45.73%	211
13	0.33%	51.67%	208
14	-0.73%	49.56%	207
15	0.64%	49.11%	204
16	-1.03%	44.77%	204
17	-0.85%	50.16%	201
18	1.39%	53.94%	199
19	0.67%	56.61%	198
20	-0.92%	57.78%	196
21	-0.53%	62.62%	195
22	0.16%	65.37%	194
23	1.90%	66.36%	193
24	0.97%	67.23%	190
25	-0.60%	63.94%	187
26	0.46%	73.54%	184
27	-2.44%	71.43%	183
28	1.70%	84.48%	181
29	-2.21%	186.30%	179
30	-0.09%	91.52%	176
31	1.61%	111.81%	169
32	4.23%	140.92%	167
33	-1.13%	149.73%	166
34	2.79%	145.00%	164
35	5.02%	158.20%	163
36	0.67%	154.75%	162

Πίνακας 5: Μέσες μηνιαίες απλές και αθροιστικές αποδόσεις για 36 μήνες περιόδου 1995 - 2003

Συμπεράσματα

Από την προηγηθείσα ανάλυση προκύπτει ότι ισχύει το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των δημόσιων εγγραφών, όπως άλλωστε έχει διαπιστωθεί και από άλλες μελέτες για το ελληνικό χρηματιστήριο. Συγκεκριμένα στη μελέτη μας επικεντρωθήκαμε στην απόδοση των 3 πρώτων ημερών διαπραγμάτευσης των νεοεισαγόμενων μετοχών καθώς και στην εξέταση δύο υποπεριόδων (από το 1995 μέχρι και το 1999 – περίοδος ακμής του ελληνικού χρηματιστηρίου – και από το 2000 μέχρι και το 2003 – περίοδος πτωτικής πορείας του Γενικού Δείκτη τιμών και έλλειψη εμπιστοσύνης από σημαντική μερίδα του επενδυτικού κοινού προς το θεσμό του χρηματιστηρίου) για την εξαγωγή όσο το δυνατόν πιο αντιπροσωπευτικών συμπερασμάτων.

Είναι εμφανές λοιπόν ότι η συμμετοχή των επενδυτών στις δημόσιες εγγραφές μπορεί να αποβεί μια κερδοφόρα επένδυση ιδιαίτερα κατά τις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης των μετοχών. Ωστόσο, τα αποτελέσματα ως προς την μακροχρόνια απόδοση των δημόσιων εγγραφών θα πρέπει να ερμηνευτούν προσεκτικά, καθώς παρατηρούμε ότι οι εταιρίες που εισήχθησαν στο ελληνικό χρηματιστήριο πριν από το 2000 διατήρησαν την αρχική τους θετική απόδοση έως και τα τρία πρώτα χρόνια που ακολούθησαν την εισαγωγή τους, ενώ δε συνέβη το ίδιο για τις μετοχές των εταιριών που εισήχθησαν μετά το 2000.

Στη διεθνή βιβλιογραφία αναφέρονται διάφοροι λόγοι στους οποίους οφείλεται το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των δημόσιων εγγραφών. Οι σπουδαιότεροι από αυτούς είναι αφενός ότι μία εταιρία μπορεί να διαθέτει τις μετοχές της σε χαμηλή τιμή ώστε να είναι ελκυστική προς το επενδυτικό κοινό και έτσι να αντληθούν τα επιθυμητά κεφάλαια και αφετέρου η χρονική στιγμή της δημόσιας εγγραφής να συμπίπτει με θετικές προσδοκίες για την πορεία της προς εισαγωγή εταιρίας αλλά και της χρηματιστηριακής αγοράς γενικότερα.

Ξένη Βιβλιογραφία

- [1] Kazantzis, C. and M., Levis, “Price support and initial public offerings: evidence from the Athens Stock Exchange” *Research in International Business and Finance* 12, JAI Press, 1995.
- [2] Krishnamurti, C. and P., Kumar, “The initial Listing Performance of Indian IPOs”, *6th Asian Pacific Finance Association Annual Meeting*, Melbourne (Australia), 1999.
- [3] Kunz, R.M. and R., Aggarwal, “Why initial public offerings are underpriced: evidence from Switzerland”, *Journal of Banking and Finance* vol.18, p.705-723, 1994.
- [4] Lee, P.J., S.L., Taylor and T.S., Walter, “Australian IPO pricing in the short and long-run”, *Journal of Banking and Finance* vol.20, p.1189-1210, 1996b.
- [5] Levis, M., “The long-run performance of IPOs: the UK experience 1980-1988”, *Financial Management Spring*, p.28-41, 1993.
- [6] Ritter, J.R., “The “Hot Issue” Market of 1980”, *The Journal of Business*, vol.57, No2, p.215-240, 1984.

- [7] Ritter, J.R., “The long-run performance of initial public offerings”, *Journal of Finance* vol.46, p.3-28, 1991.
- [8] Ritter, J. R., “Differences between European and American IPO Markets”, *European Financial Management*, V.9, N. 4, 2003.
- [9] Tyligada El., “The pricing of Initial Public Offerings in the Athens Stock Exchange” *M.A. Dissertation*, GrHelveticaity of Brighton, 1994.

Ελληνική Βιβλιογραφία

- [1] Γεωργιάδη Ν., “IRAJ View on Greek IPOs: Οι εισαγωγές της περιόδου Ιαν. 2001 – Μάρτιος 2003”, *Investment Research & Analysis Journal (www.iraj.gr)*, Μάρτιος 2003.
- [2] Γεωργιάδη Ν. και Ε. Λιβάνη, “Μέθοδοι ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών - Τεχνικά & Θεμελιώδη Κριτήρια”, *Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας*, Δεκέμβριος 2003.
- [3] Λαζαρίδη Ι. και Δ. Παπαδόπουλου, “Χρηματοοικονομική Διοίκηση”, Τεύχος Β΄, Θεσσαλονίκη 2002.
- [4] Λιβάνη Ε. και Ν. Γεωργιάδη, “Οδηγός Παραγωγών Προϊόντων στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά”, *Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας*, 2002.
- [5] Νούνη Χ., “Η διαφορά μεταξύ της τιμής εισαγωγής και της τιμής ισορροπίας στην αγορά δημοσίων εγγραφών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, 1994-1998”, *Οικονομική Επιθεώρηση Εμπορικής Τράπεζας*, τεύχος 24, σελ.38-49, 2000.
- [6] Παπαματθαίου Δ., “Υποτίμηση στην αγορά νέων εισαγωγών τίτλων: Η περίπτωση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (1987-1995)”, *Οικονομική Επιθεώρηση Εμπορικής Τράπεζας*, τεύχος 5, σελ.14-25, 1996.
- [7] Παπαϊωάννου Γ.Ι. και Ν. Γ. Τραυλός, “Εισαγωγές Εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών: Θεωρητική και Εμπειρική Ανάλυση”, *Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα - Τάσεις και Προοπτικές*, (Επιμέλεια Γ. Προβόπουλος), *I.O.B.E. - Alpha Τράπεζα Πίστωσης*, σελ.215-278, 1995.
- [8] Τραυλός Ν.Γ., Γ.Ι. Παπαϊωάννου, Ν.Δ. Φίλιππα και Α. Safieddine, “Η χρηματιστηριακή πορεία και η λειτουργική αποδοτικότητα των νεοεισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η Ελληνική Κεφαλαιαγορά: Εμπειρική Διερεύνηση Σημαντικών Πτυχών της”, *Πανεπιστήμιο Πειραιά - Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής*, σελ. 3-40, 1997.